

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**  
**SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE**  
**ESPECIALIZAÇÃO EM CONTROLADORIA**

**VALUATION COMO FERRAMENTA DE ANÁLISE DE DESEMPENHO DE  
ESTRATÉGIA**

Autor: Everaldo Jeferson Machado Gimenez

Orientador: Profº Antonio César Pitela

**CURITIBA**

**2012**

**EVERALDO JEFERSON MACHADO GIMENEZ**

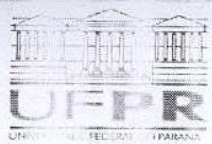
**VALUATION COMO FERRAMENTA DE ANÁLISE DE DESEMPENHO DE  
ESTRATÉGIA**

Monografia apresentada para obtenção de título de Especialista em Controladoria no Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Profº Antonio César Pitela

**CURITIBA**

**2012**



TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO  
PARECER FINAL

NOME DO (A) ALUNO(A): LVERALDO JEFERSON MACHADO GIMENEZ

TÍTULO DO TRABALHO: VALUATION COMO FERRAMENTA DE ANÁLISE DE DESEMPENHO


NOME DO PROFESSOR ORIENTADOR: ANTONIO CÉSAR PITELA

PARECER DO PROFESSOR ORIENTADOR:

Apesar das limitações apontadas pelo aluno e que dificultaram o aprofundamento e a generalização do estudo, pode-se considerar que os resultados obtidos foram satisfatórios. Além disso, merece destaque que a proposta e os objetivos estabelecidos para a pesquisa foram abordados muito pouco explorados pelo meio acadêmico, quando se trata de pesquisa sobre métodos de avaliação de empresas.

NOTA: 95 (noventa e cinco) ASSINATURA: 

NOME DO PROFESSOR DESIGNADO:

NOTA: 95 (noventa e cinco) ASSINATURA: 

Prof. Romualdo Douglas Colauto  
Departamento de Contabilidade  
Fone: 3360 4390 - 15462532

CONCEITO FINAL: \_\_\_\_\_ )

COORDENADOR DO CURSO: JACKSON CIRO SANDRINI

ASSINATURA: \_\_\_\_\_ DATA: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

**RESUMO:** GIMENEZ, Everaldo Jeferson Machado. **Valuation como ferramenta de análise de desempenho de estratégia.** O presente estudo visou verificar se a avaliação econômico-financeira pode ser utilizada como ferramenta para verificação do êxito de estratégia de abertura de capital em uma amostra de empresas com governança corporativa, capital aberto e com dados divulgados nos últimos cinco anos no Brasil comparando com empresas do mesmo setor, com capital fechado e divulgação de dados em mesmo período para determinar se a estratégia utilizada obteve maior criação de valor. A metodologia do cálculo do valor das empresas utilizada foi a de fluxos de caixas futuros descontados a valor presente. As empresas, cujos nomes não foram divulgados, foram selecionadas dentro do universo de empresas brasileiras, sendo uma que abriu capital e outra não, direcionando para o segmento de administração de shopping centers, para que os efeitos da economia fossem os mesmos em ambas as empresas. Foram calculados os valores das empresas na data base de 31 de dezembro de 2009 e 31 de dezembro de 2011, sendo que a empresa que optou pela abertura de capital, o fez em 2010. O resultado encontrado comprovou que, nesta amostra, a empresa que usou como estratégia a abertura de capital teve maior incremento no seu valor que a empresa que optou por manter seu capital fechado.

Palavras-chave: valuation, fluxo de caixa descontado, WACC, shopping Center, avaliação da estratégia, avaliação econômico-financeira, avaliação de empresas, taxa de desconto.

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	4
2 PROBLEMATIZAÇÃO .....	6
3 OBJETIVOS .....	7
3.1 OBJETIVO GERAL .....	7
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	7
4 JUSTIFICATIVA .....	8
5 REFERENCIAL TEÓRICO .....	8
5.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	9
5.2 METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO .....	10
5.2.1 Avaliação patrimonial contábil ou valor contábil .....	11
5.2.2 Avaliação Patrimonial pelo mercado ou Valor de mercado .....	16
5.2.3 Avaliação relativa .....	19
5.2.4 Valor presente dos fluxos futuros de caixa .....	20
5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	30
5.4 AVALIAÇÃO DA ESTRATÉGIA .....	32
6 METODOLOGIA .....	33
7 ANÁLISES E RESULTADOS .....	34
7.1 DADOS HISTÓRICOS .....	36
7.1.1 Empresa A – Ano base 2009 .....	36
7.1.2 Empresa A – Ano base 2011 .....	5
7.1.3 Empresa B – Ano base 2009 .....	5
7.1.4 Empresa B – Ano base 2011 .....	5
7.2 PREMISSAS E PROJEÇÕES .....	5
7.2.1 Empresa A .....	6
7.2.2 Empresa B .....	8
7.3 TAXA DE DESCONTO .....	9
7.4 RESULTADOS .....	12
8 CONCLUSÃO .....	13
9 REFERÊNCIAS .....	15

## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Souza e Clemente (2007,p.1):

“[...] cabe aos gestores tomarem as decisões para maximizar a criação de valor para a empresa. Para tanto, são delineadas e implementadas estratégias competitivas. A empresa é a entidade que congrega os agentes responsáveis pelas ações cujo objetivo é aumento da riqueza, ou seja, ela é o lócus de crescimento do capital.”

A maximização do valor das empresas é o atual foco dos executivos e estrategistas, buscando, através das ferramentas de gestão mais atuais, agregar valor ao capital do acionista e permitir a perpetuidade do negócio com sustentabilidade.

No entanto, o entendimento de valor é complexo, pois para Hessen (1980, p.37), o valor “[...] pertence ao número daqueles conceitos supremos, como os do ‘ser’, ‘existência’, etc., que não admitem definição. Tudo o que se pode fazer-se é simplesmente tentar uma clarificação ou mostração de seu conteúdo.”

Afastando-se do pensamento filosófico das definições, direcionando no âmbito das ciências sociais aplicadas, para Martins (2001, p.22):

“Quando falamos em valor, obviamente, falamos principalmente em contabilidade e economia, em sua representação monetária. Ou seja, estamos atribuindo quantidade de moeda a algum ativo ou a alguma obrigação; conseqüentemente, a toda e qualquer receita ou despesa, ou então ganho ou perda. Finalmente ao lucro (ou prejuízo).”

Ainda segundo Souza e Clemente (2007,p.7) “[...] o lucro, presente e futuro, é um indicador da eficiência da administração em fazer o capital dos proprietários crescer e perpetuar sua fonte de remuneração.”

Para Stewart III (2005, p.23):

“[...] maximizar o valor significa recompensar os acionistas, que, afinal, são os donos da empresa. No entanto, muito mais importante é a sociedade – a maior beneficiária da geração de valor nas firmas. A busca do valor direciona recursos escassos para um uso mais racional e para usuários mais produtivos. Quanto maior for a eficácia no uso e no gerenciamento de recursos, mais forte será o crescimento econômico e a taxa de melhoria no padrão de vida das pessoas.”



Copeland *et al* (2006, p. 3) ratifica a idéia de que a criação de valor não beneficia somente o capitalista, pois os administradores que se concentram na construção de valor para o acionista, criarão empresas mais saudáveis. Essas por sua vez levam à economias mais sólidas, padrões de vida mais elevados e maiores oportunidades de carreira e de negócios.

Então como se cria valor para as empresas? Basicamente através de planejamento e de estratégias que tragam vantagens competitivas para a empresa em relação aos seus concorrentes.

De acordo com Mintzberg *et al* (2006, p.85): “Estratégia é um conjunto de objetivos, políticas e planos que define o escopo da empresa e seus métodos de sobrevivência e sucesso.”

Para Barney e Hesterly (2007, p.5): “A estratégia de uma empresa é definida como sua teoria de como obter vantagens competitivas.” E “Uma boa estratégia é aquela que realmente gera tais vantagens.” Entende-se então que vantagem competitiva é o resultado de uma estratégia ou plano de ação que gera proficuidade no ambiente onde está inserida a organização.

Ainda segundo Barney e Hesterly (2007, p.5): “Em geral, uma empresa possui vantagem competitiva quando é capaz de gerar maior valor econômico do que empresas rivais.”, o que torna a criação de valor um meio e para um determinado fim e não o fim em si.

Este trabalho possui como objetivo verificar a avaliação de desempenho de uma determinada estratégia em um segmento específico utilizando a avaliação econômico-financeira como ferramenta. O trabalho será um comparativo entre empresas de mesmo segmento que optaram em abertura de capital como estratégia de obtenção de vantagem competitiva e de empresas que mantiveram seu capital fechado. A análise será realizada através de cálculo do valor das empresas pelo fluxo de caixa descontado, em momentos distintos: antes e após a abertura de capital das que optaram pela abertura e em mesmos momentos das empresas que não fizeram essa opção. Serão utilizadas as informações financeiras divulgadas dessas empresas, obtidas em fontes públicas. A análise consiste em verificar se as empresas que optaram pela abertura de capital realmente obtiveram maior criação

de valor comparativamente às outras empresas que mantiveram seu capital fechado. Ao utilizar o mesmo segmento delimitamos que influências macroeconômicas tendem a atuar em mesmo sentido nas empresas analisadas.

## **2 PROBLEMATIZAÇÃO**

A alta competitividade tem exigido das empresas cada vez estratégias mais arrojadas e inovadoras, buscando melhores colocações em seu segmento de mercado e desenvolvendo vantagens competitivas mais duradouras.

A avaliação econômico-financeira continua sendo a ferramenta mais utilizada em processos de fusões e aquisições ou para determinação do valor das empresas para abertura de capital e oferta pública de ações. Porém, pela abrangência envolvida na sua execução, ainda fica concentrada em mãos de poucos, principalmente grandes empresas de consultoria e bancos de investimentos, que possuem a expertise.

Justamente pela complexa, mas ampla, abrangência das informações fornecidas para determinação do valor da empresa pelos modelos de avaliação, pela sua visão de longo prazo e pela necessidade de se avaliar o desempenho de estratégias com melhor efetividade, teoricamente a ferramenta seria extremamente eficaz para este uso.

Após o exposto formulou-se a questão de pesquisa:

A avaliação econômico-financeira pode ser utilizada como ferramenta para verificação do êxito da estratégia de abertura de capital?



### 3 OBJETIVOS

#### 3.1 OBJETIVO GERAL

Verificar se a avaliação econômico-financeira pode ser utilizada como ferramenta para verificação do êxito de estratégia de abertura de capital em uma amostra de empresas com governança corporativa, capital aberto e com dados divulgados nos últimos cinco anos no Brasil comparando com empresas do mesmo setor, com capital fechado e divulgação de dados em mesmo período para determinar se a estratégia utilizada obteve maior criação de valor.

#### 3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Identificar a população de empresas brasileiras com bons níveis de governança corporativa, capital aberto e dados divulgados a pelo menos 5 anos na CVM e BM&FBOVESPA.

Destacar as empresas que realizaram abertura de capital dentro do período analisado.

Identificar as empresas pares de mesmo segmento, mas que possuam capital fechado, sem níveis de governança corporativa esperados pelo mercado e dados divulgados em mesmo período na CVM.

Selecionar a amostra que possua representatividade estatística.

Efetuar os cálculos de avaliação econômico financeira nos dois vértices da amostra (período inicial e final).

Analisar se houve ganho ou perda de valor das empresas, comparando os resultados.

#### 4 JUSTIFICATIVA

O assunto em questão foi selecionado devido à inexistência, ou baixa produção, de estudos envolvendo a avaliação econômico-financeira como ferramenta de uso para outras ações que não a definição do valor da empresa durante o processo de fusões e aquisições. A ferramenta, usualmente denominada como *Valuation*, é altamente complexa para os padrões de outros métodos de avaliação de desempenho de estratégia, mas é a mais completa atualmente, principalmente porque foca em longo prazo e envolve aspectos do planejamento estratégico e o reflexo deste nos resultados da empresa.

Esses fatos do mercado profissional das finanças corporativas, assim como da administração estratégica, suscitaram no autor a necessidade de aprofundamento no assunto, podendo assim melhorar seu nível profissional, desenvolvendo um trabalho que pudesse melhorar seu domínio do assunto e aplicabilidade no mercado.

Aliado ao interesse profissional também existe o interesse pessoal de desenvolver um novo meio de utilização da ferramenta o mercado, quebrando os paradigmas e abrangendo uma maior gama de uso da metodologia.

#### 5 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesse estudo pretende-se determinar o valor das empresas antes e após a abertura de capital, como estratégia de se obter vantagem competitiva, comparando com empresas de mesmo segmento que mantiveram seu capital fechado.

Para tal, serão buscadas na literatura as diferentes metodologias de avaliação econômico-financeira e os motivos para uso de uma delas para esse

estudo. Também serão abordados os aspectos necessários para a realização do cálculo de valor da empresa e os meios mais usuais pelo mercado. Como finalização será feito o cálculo e realizada a comparação dos resultados obtidos.

As definições de governança corporativa, necessárias para abertura de capital e essa ação como estratégia, a necessidade de avaliação do desempenho da estratégia, assim como a justificativa para uso da *Valuation* como ferramenta dessa avaliação serão abordadas.

## 5.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Segundo Martins (2001, p.263) “[...] ao avaliar uma empresa objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de terminada companhia.”

Ainda citando Martins (2001): “O processo de avaliação envolve uma série de decisões subjetivas. A percepção dos agentes perante um empreendimento pode variar. Enquanto alguns destacam as ameaças, outros enfatizam as possibilidades de implementação de ajustes estratégicos geradores de bons retornos.”

Para Stewart III (2005, p. 223) “A avaliação é a essência do planejamento.”, ou seja, sem um método de simulação do modo como estratégias de empreendimentos e estruturas financeiras alternativas podem afetar o valor de mercado de ações de uma empresa, a tomada de decisões pode facilmente se deteriorar em intermináveis debates subjetivos. A avaliação, além de auxiliar a administração na seleção da estratégia e das estruturas, pode estimar valor para toda uma empresa consolidada ou suas unidades de negócios, bem como preparar para aquisições ou ofertas.

De acordo com Damodaran (2007, p. 1) a avaliação nada mais é que o conhecimento do valor de um ativo. Esse conhecimento é pré-requisito para decisões inteligentes, desde a escolha da carteira de investimentos até valores justos numa aquisição ou alienação. O pressuposto é que se pode fazer estimativas razoáveis sobre o valor da maioria dos ativos e que os mesmos princípios

fundamentam a determinação de valor de todos os tipos de ativo, tanto reais como financeiros.

Segundo Martins (2001, p. 263), o contexto para a realização da avaliação das empresas se fundamenta em algumas principais razões, a seguir:

1. Compra e venda de negócios;
2. Fusão, cisão e incorporação de empresas;
3. Dissolução de sociedades;
4. Liquidação de empreendimentos; e
5. Avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

Ainda para Martins (2001) o objetivo de avaliar uma empresa é alcançar o valor justo de mercado, aquele que representa a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o valor sofre interação entre as expectativas dos compradores e vendedores, e consequentemente o processo de avaliação envolve uma série de decisões subjetivas. A percepção dos agentes envolvidos pode variar, com focos desde ameaças ao negócio até possibilidades de ótimos retornos. Logo, com essa miríade de visões sobre o empreendimento, a identificação do valor de um ativo depende tanto do avaliador como do objeto avaliado.

Por essa exposição, existem vários modelos ou métodos que pretendem avaliar um ativo. Não existe uma fórmula matemática ou método que gere um resultado científico exato e preciso. Apesar dessa limitação a maioria dos modelos oferece grande contribuição para a identificação do valor dos ativos e direcionam e tentam padronizar a metodologia para percepção do valor.

## 5.2 METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO

Segundo Padoveze (2009, p. 18) os principais critérios para determinação do valor de uma empresa envolvem, principalmente:

- Avaliação patrimonial ou valor contábil. Que é o valor constante nas demonstrações financeiras, segundo os princípios contábeis geralmente aceitos. Tem como fundamento o princípio do custo como base de valor.

Nesse critério, o valor da empresa seria o mesmo valor patrimonial ou valor do Patrimônio Líquido.

- Valor de Mercado. Nesse critério envolve algumas análises do envolvimento das contas patrimoniais. Basicamente é o valor do patrimônio líquido a preços de mercado (valor de mercado dos bens e direitos avaliados individualmente menos o valor de mercado das dívidas).
- Cotação da ação. Que é o valor negociado da totalidade das ações em bolsa de valores.
- Potencial de rentabilidade futura. Nesse conceito, o valor atual das empresas é decorrente de sua capacidade de rentabilidade futura. Em princípio, os resultados são projetados e trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflita o risco do negócio e a expectativa mínima de rentabilidade por outros custos de oportunidade. Ainda nesse quesito, geralmente há uma subdivisão de métodos do desempenho projetado:
  - Fluxo futuro de benefícios;
  - Fluxo futuros de dividendos;
  - Fluxo futuro de lucros; e
  - Fluxo futuro de caixa ou Fluxo de Caixa Descontado.

Teoricamente, todos esses métodos de projeção e de análise de rentabilidade futura, no longo prazo, tendem a apresentar os mesmos valores de resultado.

Adiante serão apresentados os principais métodos de avaliação, suas características e vantagens e desvantagens de cada.

### 5.2.1 Avaliação patrimonial contábil ou valor contábil

Para Martins (2011) a avaliação patrimonial ou contábil é representada pelos Valores de Entrada, [...] o sacrifício que a empresa teve (passado), tem (presente) ou terá (futuro) que realizar para adquirir um dado recurso.” Ao se ponderar o passado a avaliação se concentra no custo histórico de aquisição, ao se concentrar no presente, se faz referência ao custo corrente e ao se pensar no futuro, desse

ponto de vista de aquisição, a alusão é ao custo de reposição futuro. O modelo de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo.

O goodwill é citado por Neiva (1999, p.18) como um “possível ganho gerado através da avaliação dos ativos da empresa como um todo sobre o valor destes mesmos ativos avaliados separadamente”.

Ainda de acordo com Martins (2001), esse tipo de avaliação é um dos mais utilizados, principalmente em relatórios contábeis, pois em suas características apresenta maior facilidade de identificação (praticabilidade) e maior facilidade de comprovação (documentos comprobatórios – objetividade). Entretanto, no tocante à gestão interna, esse sistema é ineficiente, pois “[...] a propensão ao não reconhecimento dos resultados potenciais causados pelas ações dos administradores, inviabilizando seu uso exclusivo para a aproximação razoável do valor econômico do empreendimento” (MARTINS, 2001, p. 25).

Para Santos *et al* (2006) “a mensuração baseada em valores de entrada, como base geral da avaliação de ativos em uma situação de continuidade, é a mais adequada, especialmente porque fornece valores mais objetivos e porque não existe a necessidade de o ativo ser negociado regularmente no mercado para realizar a sua mensuração.”

#### 5.2.1.1 Custo histórico ou atribuído

Para Martins (2001), “o custo histórico ou original consiste no sacrifício efetuado para disponibilizar um dado recurso. Por ser um custo incorrido (passado), ele é estático, desconsiderando possíveis alterações de preços.” Por disponibilizar, se entende que o recurso deve estar em condições de uso e venda, logo, o custo histórico inclui todos os gastos necessários para que isto ocorra.

Para Santos *et al* (2006) a avaliação a custo histórico “é o modelo tradicional de base de valor utilizado pela contabilidade. Trata-se de um conceito estático de avaliação que não considera os efeitos da variação nos níveis de preços e representa o esforço financeiro efetuado no momento da aquisição ou produção que corresponde ao preço combinado entre o comprador e o vendedor.”

O custo atribuído é o mais utilizado na contabilidade financeira. De acordo com Martins (2001), é o método que melhor atende aos conceitos de objetividade e praticabilidade. Ele representa o valor original de obtenção de recursos e é a referência para apuração das variações patrimoniais. O custo histórico é um dado elementar, exige menos premissas definidas pelo avaliador, tem forte correlação com o fluxo de caixa, pois não há dúvidas que o valor do lucro bruto já foi ou será transitar pelo caixa da empresa, seja por forma de receita como com despesa ou desembolso. Há apenas a diferença temporal entre o reconhecimento contábil e o reflexo no caixa. Contudo, justamente pelas características mencionadas, o custo ajuda a medir o lucro, mas no conceito das transações já ocorridas. O método desconsidera a variação do poder aquisitivo da moeda, não reconhece o custo do capital próprio empregado e não mensura as necessidades de reposição dos ativos para a realização de receitas futuras. Portanto, esse método deve ser evitado nos casos em que se pretende apurar a capacidade de geração futura de riqueza (valor econômico).

Segundo Martins (2001) o custo histórico como método exclusivo de avaliação não seria recomendável:

- “1. Avaliação para compras e vendas de empresas em marcha, privatizações etc.;
2. processos de encerramento de atividades (inclui falências);
3. processos de cisão, incorporação ou fusão;
4. garantias, penhores etc.;
5. gestão interna que não seja olhar apenas o desempenho passado etc.”

#### 5.2.1.2 Custo corrente



Para Hendriksen (1992, p. 495), o custo corrente representa:

“o preço de mercado que poderia ser pedido para o mesmo ativo, ou seu equivalente. Se existe um mercado no qual ativos iguais ou semelhantes podem ser comprados e vendidos, pode-se obter um preço de mercado e associá-lo ao ativo possuído (...) Deve-se observar, no entanto, que este preço corrente de mercado é um preço de custo somente se for obtido de cotações em um mercado no qual a empresa adquire seus ativos ou serviços; ele não pode ser obtido a partir de cotações de um mercado no qual a empresa normalmente vende seus ativos ou serviços no curso normal de suas operações, a menos que os dois mercados sejam o mesmo.”

Pode-se perceber que os custos históricos e correntes são idênticos no momento da aquisição do item, só se modificando quando ocorre alteração de preços.

O mesmo autor (1992, p. 495) comenta que: “Em muitas situações, o custo corrente é uma medida apropriada do valor justo, tanto para estabelecer um preço inicial de aquisição (a exemplo de certas trocas de ativos não-monetários), ou no estabelecimento de um valor máximo (como na determinação do valor presente de um empréstimo).”

De acordo com Santos *et al* (2006) a avaliação a custo corrente “é o modelo de mensuração de ativos que considera a variação do valor de reposição do ativo.”

Para Edwards e Bell (1961), “representa o custo corrente de aquisição dos *inputs* que a firma utilizou para produzir o elemento do ativo.”

Iudícibus (1997) o define como sendo “o custo de se adquirir ou fabricar um certo elemento do ativo, em estado novo, exatamente igual ao bem antigo objeto de avaliação.”

No Brasil, segundo Martins (2001) a experiência com a reavaliação de ativos é um exemplo de uso do método de custo corrente, embora a lei nº 6.404/76 não tenha especificado que para esse procedimento se baseiem no custo corrente.

Ainda segundo o mesmo autor (2001), o uso do valor corrente permite:

“1. Ao usuário externo, a obtenção de uma aproximação razoável do valor que deveria desembolsar para obter um ativo igual ou equivalente àquele objeto de avaliação;

2. uma avaliação mais adequada dos valores correntes das receitas e despesas;
3. como forma de avaliação geral para o ativo, a apuração de um valor mais significativo, em termos de valor de mercado, do que a soma dos custos históricos incorridos em diferentes datas;
4. identificar a parcela do lucro que não pode ser distribuído em cada operação, desde que se queira reinvestir na continuidade do mesmo negócio;
5. identificar os lucros gerados pela estocagem de bens destinados à venda e ao uso e apropriá-los aos períodos em que são gerados; e
6. a administração do lucro operacional corrente que pode ser usado para melhorar as previsões dos fluxos futuros de caixa.”

A contrapartida desse método, ainda de acordo com Martins (2001) é que o ganho de utilidade representa redução nos níveis de praticabilidade e objetividade. O mesmo autor (2001) também relaciona outras desvantagens:

- “1.os preços podem estar indisponíveis para itens sazonais, personalizados, produtos fabricados por métodos obsoletos ou em processo de elaboração, tornando a avaliação subjetiva ou inconsistente;
2. mudanças nos custos correntes nem sempre refletem mudanças nos preços correntes de venda, fato que poderia sugerir impropriamente um aumento na capacidade de geração de riqueza; e
3. os custos correntes podem não representar o valor corrente do item para a empresa (exemplo: as inovações tecnológicas podem reduzir o valor correntes dos serviços de um ativo fixo e aumentar seu custo de reposição.

#### 5.2.1.2 Custo de Reposição Futuro

De acordo com Martins (2001), a aplicação do custo corrente pode não cumprir adequadamente suas finalidades, caso a empresa efetue a reposição após a data da venda e neste intervalo o item patrimonial pode sofrer novas variações. Visando atender essa nova perspectiva o item patrimonial poderia ser avaliado pela expectativa de custo corrente na data de sua reposição. Essa opção tem como premissa a continuidade das operações da empresa com os mesmos tipos de produtos e serviços.

Para Martins (2001) a principal vantagem do custo de reposição futuro “consiste em elevar o nível da utilidade da informação quando esperamos

significativas alterações de preços para as futuras compras dos recursos consumidos.”

E segundo o mesmo autor (2011) a principal desvantagem, além de todas as intrínsecas ao método pelo custo corrente, “consiste na elevação do nível de subjetividade inerente à previsão do custo da próxima aquisição do item avaliado.” Ainda para Martins (2001) outro aspecto desfavorável é a elevação do nível de dificuldade de geração da informação decorrente do dimensionamento dos ajustes das expectativas dos preços das reposições futuras. A utilidade também poderia ser prejudicada com a divulgação de um grande número de informações, dificultando a percepção geral da evolução do empreendimento por parte do usuário.

#### 5.2.2 Avaliação Patrimonial pelo mercado ou Valor de mercado

Para Martins (2001, p. 94) a avaliação patrimonial pelo seu valor de mercado usa como base os valores de saída, aqueles obtidos nos segmentos de mercado onde a empresa oferta seus recursos. Eles representam o benefício que a empresa auferiu, auferiu ou auferirá com a realização de seus recursos. O estudo desse método objetiva a melhor aproximação com o valor econômico do objeto avaliado e em comparação com o método contábil de avaliação, esse seria mais subjetivo e menos prático.

Ainda de acordo com Martins (2001) “o modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos.”

Segundo Santos *et al* (2006) a mensuração de ativos pelos valores de saída refere-se ao preço de troca do ativo no mercado, ou seja, “o valor que o mercado pagaria pelo ativo (valor de realização).”

##### 5.2.2.1 Valor realizado

De acordo com Martins (2001):

“O *valor realizado (VR)* consiste no montante originado do conflito de interesses entre comprador e vendedor, buscando menor e maior preços, respectivamente, numa transação efetivada. Cabe complementar que, para o conceito abordado, devemos restringir-nos à óptica de quem vende. Cairíamos no custo histórico, caso focássemos o comprador.”

Objetivamente o que temos são duas visões do mesmo processo. Na do comprador o valor da transação fornece o custo histórico e na do vendedor, fornece a receita obtida.

Um importante fator, segundo Martins (2001), é que esse método é útil para a mensuração da receita do vendedor e não dos seus ativos.

Para Martins (2001) as principais vantagens do valor realizado estão associadas com o atendimento aos conceitos de objetividade e praticabilidade. O reconhecimento do resultado após sua efetiva realização proporciona, juntamente com o conceito de conservadorismo, a redução do risco de descapitalização da empresa, à medida que evita a apuração e distribuição antecipada de lucros potenciais. Outra vantagem é a menor dificuldade de identificação das despesas associadas à transação. Entretanto, “seu uso exclusivo para o reconhecimento dos resultados acarreta: a ocultação das expectativas de geração de riqueza associadas às decisões tomadas; alguma dificuldade para a avaliação de desempenho; e o afastamento do valor econômico do empreendimento.” (MARTINS, 2001, p. 97)

#### 5.2.2.2 Valor corrente de venda

Segundo Martins (2001) “O *valor corrente de venda (VCV)* representa a reposta para a seguinte pergunta: por quanto conseguiríamos vender hoje um dado item patrimonial?”

Segundo Iudícibus (1997, p. 112) “o valor (ou preço) corrente de venda, num mercado organizado, consiste numa razoável aproximação do benefício que obteríamos com a realização do item avaliado, permitindo um dimensionamento mais adequado das previsões de entradas de caixa.”

Ainda de acordo com Martins (2001) o valor corrente de venda, em relação ao valor realizado, proporciona a informação mais próxima do valor econômico do objeto avaliado. Essa característica é importante para tomada de decisões, especialmente para avaliação de desempenho. Em contrapartida, esse método sacrifica conceitos de objetividade e praticabilidade. Nesse caso a obtenção do valor corrente de venda não passa (ou não passou ainda) pelo crivo do mercado e o método captura um número maior de eventos do que o valor realizado, assim como, pode ter dificuldade na obtenção dos dados. Os conceitos econômicos da lei de mercado (oferta e demanda) tem impacto direto nesse método, assim como sofre impacto da subjetividade da mensuração dos valores, e o tempo entre a mensuração do valor e a data efetiva da transação.

#### 5.2.2.3 Valor realizável líquido

Para Santos *et al* (2006) a avaliação a preços correntes de venda líquidos “é o modelo de mensuração de ativos que considera o preço de venda menos o custo de realização. O valor líquido realizável é obtido, geralmente, a partir do preço de venda cotado sobre a demanda do mercado.”

Para Martins (2001, p. 105) “O valor realizável líquido (VRL) pode ser entendido como o valor corrente de venda deduzido dos gastos necessários para a realização do item avaliado.” Em outras palavras, seria o montante de entrada líquido esperado de caixa que a venda do ativo proporcionaria. Ainda de acordo com Martins (2001) aos gastos associados à operação, uns são facilmente identificados (comissões, impostos sobre a venda, etc.), mas a lista de deduções pode ser muito abrangente, incluindo valores relacionados ao risco de inadimplência de cliente, cobrança de recebíveis, etc. Esse método possui como vantagens, as mesmas atribuídas ao valor corrente, inclusive pela semelhança do modelo. Contudo, também apresenta as mesmas desvantagens do modelo de valor corrente.

#### 5.2.2.4 Valor de liquidação

Para Santos *et al* (2006) a avaliação a valores de liquidação “é o modelo de mensuração de ativos que considera a venda forçada dos ativos. É utilizado nos casos de descontinuidade da empresa. Geralmente, possui a desvantagem de gerar preços extremamente teóricos.”

Segundo Martins (2001), diferentemente dos valores corrente de venda e realizável líquido que, em geral, ocorrem em condição normal ou ordenada, o valor de liquidação ocorre num contexto anormal, como falência, reestruturação, encerramento de atividades, dificuldades financeiras e etc., onde há certa urgência em sua realização. Devido a essa característica peculiar, o valor de liquidação, potencialmente, é menor que o corrente de venda. A principal vantagem desse método é identificação do volume de recursos para a operação, todavia, o fator da venda forçada embute maior subjetividade aos valores transacionados e é de pouca utilidade para decisões gerenciais futuras.

### 5.2.3 Avaliação relativa

Segundo Damodaran (2007) a avaliação relativa tem como objetivo avaliar um ativo com base na forma como ativos similares são precificados correntemente pelo mercado. Como consequência, existem dois componentes neste método. O primeiro é que os preços devem ser padronizados, de algum modo, pela conversão deles em múltiplos de alguma variável comum. Embora essa variável possa assumir diversos ativos, geralmente circula sob forma de lucros, valor contábil ou ações publicamente negociadas. O segundo componente é encontrar ativos similares, o que é torna-se um desafio, pois não há dois ou mais ativos exatamente iguais, pois empresas de mesmo segmento podem diferir em risco, potencial de crescimento e fluxos de caixa. No concerne a essa metodologia, o primeiro passo é a identificação de ativos comparáveis que sejam precificados pelo mercado. Geralmente os analistas utilizam empresas de mesmo segmento como comparáveis. O segundo passo é escalonar os preços de mercado em relação a uma variável comum para gerar preços padronizados que sejam comparáveis. No contexto das empresas, geralmente requer a conversão do valor de mercado do patrimônio líquido ou da empresa em múltiplos de lucros, valor contábil ou receitas. O ultimo passo é ajustar

as diferenças entre os ativos, ao se comparar os valores padronizados. Empresas com crescimentos mais elevados, por exemplo, devem ser negociadas a múltiplos mais altos que as de crescimento inferior no mesmo segmento.

Ainda segundo Damodaran (2007) essa metodologia é uma das mais utilizadas, principalmente nos relatórios de pesquisas de valores de ações. Os maiores motivos encontrados para essa grande difusão desse método é:

- O uso de múltiplos e comparáveis demanda menos tempo e recursos que avaliação baseada em fluxos futuros, que é a outra metodologia bastante difundida.
- É de mais fácil disseminação e explicação para potenciais investidores do que a avaliação baseada em fluxos futuros, assim como menos subjetiva.
- E é muito mais provável que a metodologia reflita as tendências de mercado, já que tenta medir o valor relativo e não intrínseco.

Entretanto, assim como a metodologia oferece rapidez e maior facilidade, também apresenta possibilidade de estimativa inconsistente, por não considerar variáveis como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa. Pelo fato dos múltiplos refletirem tendências de mercado, pode resultar em valores altos demais, quando o mercado está superavaliando empresas comparáveis, ou baixos demais quando ocorre o contrário. E a falta de transparência em relação às premissas básicas nas avaliações relativas torna-as vulneráveis à manipulação.

#### 5.2.4 Valor presente dos fluxos futuros de caixa

Para Copeland *et al* (2006) o fluxo de caixa é o que interessa. As demais análises de desempenho do mercado de capitais, baseadas em ganhos por ação podem ser adulteradas nos balanços contábeis e não refletem a visão de perenidade dos fluxos da empresa. O mercado opera com os seguintes pontos:

- As mudanças de valor (do retorno total para o acionista) estão mais ligadas às mudanças de expectativa que ao desempenho absoluto;



- Os níveis de avaliação estão ligados ao capital investido e ao crescimento;
- O mercado percebe os efeitos meramente cosméticos sobre os lucros e concentra-se nos resultados econômicos subjacentes;
- O mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo.

Copeland *et al* (2006) ainda destaca que os administradores que utilizarem a abordagem do fluxo de caixa descontado para a avaliação de empresas, concentrando-se na elevação de longo prazo do fluxo de caixa livre, serão recompensados com maiores preços por ação.

Para Martins (2001) “[...] o modelo do fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento.”

Para Damodaran (2007) a metodologia do fluxo de caixa descontado é a prática mais comum de avaliação de empresas e a qual apresenta-se com as melhores referências teóricas.

Ainda segundo Damodaran (2007) “Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado (em inglês, *discounted cash flow* – DCF), o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa.”

Basicamente, ainda respaldado por Damodaran (2007) há três inputs previstos para que se possa realizar a avaliação: o fluxo de caixa previsto, o *timing* do fluxo de caixa e a taxa de desconto. O fluxo de caixa previsto ainda se divide em duas formas possíveis de apresentação: o caixa livre operacional (*free cash flow to the firm* – FCFF) e o caixa livre para acionistas (*free cash flow to equity*). O primeiro é a geração de caixa da empresa, oriundo da sua operação e o segundo é o restante do fluxo após pagamentos de todas as dívidas e reservas para manutenção do crescimento (investimento e capital de giro). O crescimento (*timing*) é um dos pontos sensíveis do modelo, pois é um dos elementos de maior subjetividade. O ideal é que o crescimento projetado esteja atrelado ao planejamento estratégico de longo prazo. E a taxa de desconto é o item mais controverso da equação. Existem diversas maneiras de se calcular essa taxa, porém, todas devem ter o objetivo de

refletir o risco do negócio, a rentabilidade esperada e o custo da oportunidade de se utilizar nesse negócio em detrimento de outro.

Segundo a KPMG (2012) O critério do Fluxo de Caixa Descontado está fundamentado no conceito de que o valor de uma empresa ou negócio está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nos quais os fluxos de caixa livres, oriundos de suas operações, estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que seus acionistas esperam sejam gerados no futuro pelo negócio, descontados ao seu valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a essa distribuição. Esse critério também captura o valor dos ativos intangíveis, tais como: marca, carteira de clientes, carteira de produtos e participação de mercado, na medida em que este valor está refletido na capacidade de gerar resultados.

Para os fins de estudos genéricos, de acordo com a KPMG (2012) considera-se que 100% dos excedentes de caixa estará disponível para distribuição na época em que forem gerados. Para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações de uma empresa, projeta-se a demonstração de resultados desta. Aos lucros líquidos projetados apurados, adicionam-se as despesas com a depreciação e amortização (por se tratar de despesas sem efeito no caixa), e subtraem-se os investimentos e a necessidade de capital de giro projetado. Outros itens com efeito sobre o fluxo de caixa da empresa também são considerados quando apropriado. É conveniente ressaltar, entretanto, que o lucro líquido calculado nas projeções de resultado não é diretamente comparável ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subsequentes. Isso se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido realizado é afetado por fatores não operacionais ou não recorrentes, tais como, receitas e despesas eventuais e/ou não operacionais, entre outras. Estes fatores não são projetados em razão de sua imprevisibilidade. Ademais, deve-se notar que quando se utiliza a abordagem “cash flow to the firm” (ou “free cash flow”) na projeção de lucros, receitas e despesas com juros não são projetadas. Nessa abordagem, projeta-se os fluxos de caixa disponíveis para todos os provedores de capital, ou seja, tanto para acionistas quanto para credores.

Conforme Copeland *et al* (2006), o *free cash flow to firm*, ou fluxo de caixa livre:

“O fluxo de caixa livre de uma empresa deve ser igual ao seu fluxo de caixa de financiamento. Ou seja, o total de dinheiro gerado pelas operações da empresa (mais fluxo de caixa não-operacional, se existir) precisa ser igual ao pagamento líquido para todos os credores e acionistas da empresa. Caso o fluxo de caixa livre seja negativo, ele precisa ser igual aos investimentos (descontados impostos) providos pelos credores e acionistas.”

E pela ratificação de Brigham et al (2001): “O fluxo livre de caixa representa o caixa que está efetivamente disponível para distribuição aos investidores. Portanto, a forma pela qual os gestores podem fazer com que suas empresas sejam mais valiosas é aumentar seus fluxos livres de caixa.”

Em outro caso, Damodaran (2006) Fluxo de Caixa Disponível para o Acionista (*Free Cash Flow to Equity*) é o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, das obrigações tributárias, das necessidades de investimento, do principal, de juros e de quaisquer outros desembolsos de capital necessários à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados, descontado pelo custo do capital próprio. Gerar caixa para pagamento das despesas de juros e pagamento da Dívida Nominal é a diferença básica no cálculo do Fluxo de Caixa do Acionista de uma empresa não-alavancada para uma empresa alavancada.

Para a KPMG (2012) a projeção dos demonstrativos de resultados futuros destina-se tão-somente à finalidade de se calcular o fluxo de caixa projetado da empresa que está sendo avaliada, que contempla os fluxos futuros disponíveis para acionistas e credores. Nessa etapa do estudo, o que se quer determinar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para os provedores de capital em decorrência de suas características operacionais. Os fluxos de caixa anuais projetados são descontados pelo custo médio ponderado do capital - em Inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) - que já incorpora os impactos do endividamento projetado nos impostos sobre a renda ao considerar o custo de dívida após os impostos no seu cálculo. Posteriormente, os fluxos de caixa descontados são somados para obter-se o valor do negócio. Para que seja encontrado o valor da empresa avaliada, e conseqüentemente o valor de mercado de suas ações (ou

quotas), é deduzida a dívida na data-base do valor do negócio calculado e são adicionados/deduzidos todos os ativos e passivos não operacionais existentes na data-base do estudo de valor. São deduzidos, ainda, eventuais contingências e/ou outros pagamentos extraordinários não operacionais identificados. Cabe notar que, quando se utiliza a abordagem “*cash flow to equity*”, os fluxos são descontados pelo custo do capital próprio, usualmente calculado com base na metodologia do CAPM (*Capital Assets Pricing Model*). Nesse caso, o valor dos empréstimos e financiamentos da empresa avaliada não são deduzidos do seu valor e as despesas e receitas financeiras são projetadas no fluxo de caixa.

Representação esquemática do critério de avaliação utilizado (“Cash flow to the firm”) de acordo com a KPMG (2012):

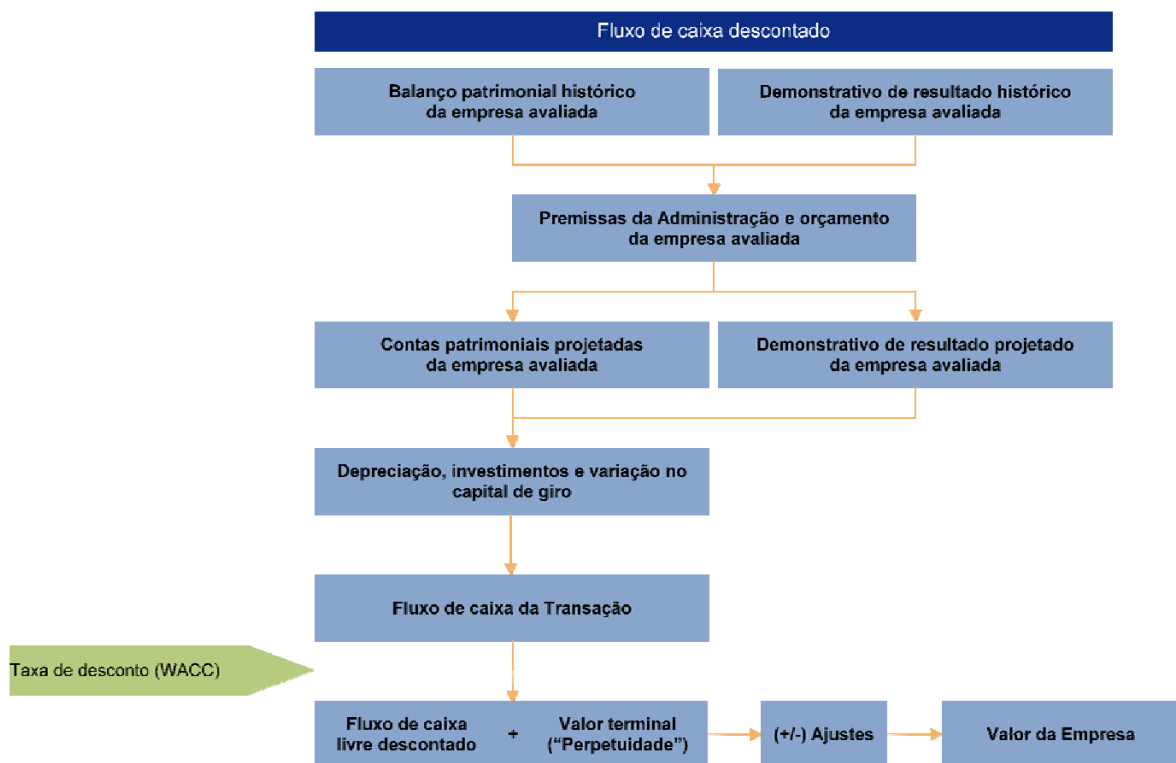


FIGURA 1 – Representação esquemática do critério de avaliação

FONTE: KPMG (2012)

Para a BDO (2009) o processo de avaliação de ativo envolve julgamentos subjetivos e está suscetível a incertezas e erros. Tais incertezas estão relacionadas à subjetividade das informações coletadas no processo de mensuração das premissas usadas no cálculo. O retorno de um ativo é calculado com base na expectativa de resultados futuros esperados. Apesar da utilização de vários métodos de avaliação pelos analistas, os métodos mais difundidos são baseados nos valores

projetados de fluxos de caixa descontados a valor presente, utilizando-se como taxa de desconto aquela que reflita o risco inerente do ativo. A avaliação realizada pelo método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) se baseia na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros produzidos por meio da utilização de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados. Considerando-se que as empresas não possuem prazo de vida determinado, conforme o princípio da continuidade, o cálculo de seu valor é baseado na estimativa de fluxos infinitos (perpetuidade). A técnica de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado reúne todos os elementos que afetam o valor da Empresa de maneira abrangente e constitui-se em técnica econômica, refletindo de forma consistente o valor da Empresa, distinguindo-se do valor obtido a partir de técnicas contábeis, as quais se baseiam no lucro contábil e não no investimento exigido para gerar os lucros nem no momento em que eles ocorrem.

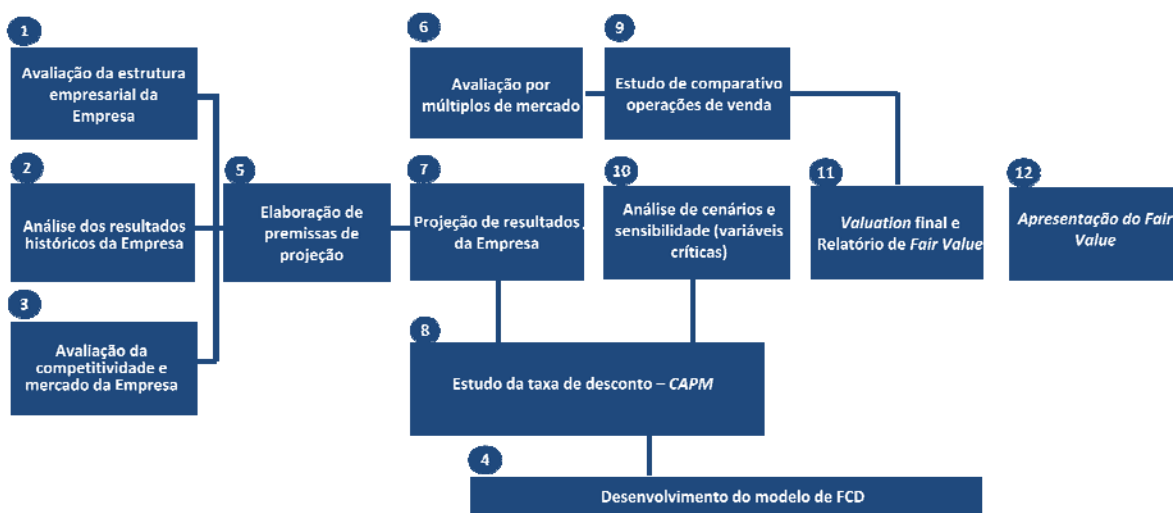


FIGURA 2 – Representação esquemática dos componentes de avaliação

FONTE: BDO (2009)

O esquema gráfico que segue (Figura 3) demonstra como a BDO (2009) aplica o método do FCD empresarial para o fluxo de caixa livre das operações:

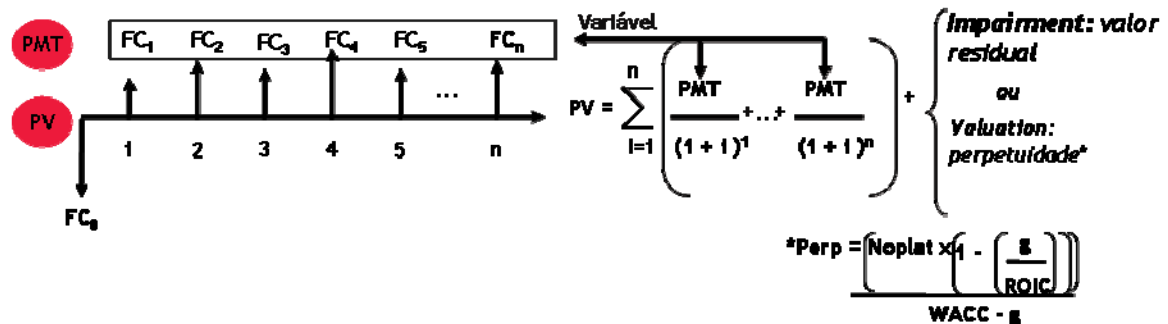


FIGURA 3 – Esquema gráfico fluxo de caixa empresarial

FONTE: BDO (2009)

Onde NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) é o lucro operacional subtraído dos impostos ajustados; o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é o custo médio ponderado de capital; o ROIC (*Return on Invested capital*) é o retorno sobre o capital investido; e “G” (*Growth*) é a taxa de crescimento.

Conforme esquema gráfico acima, determina-se para a Empresa o FCD (PV) de uma série de fluxos futuros (PMT) descontados a uma taxa inversamente proporcional a eles  $(1+i)^n$ . Os fluxos descontados (FC) são então somados para que tenhamos o valor presente (PV) dos fluxos de caixa do período explícito (Adaptado de BDO (2009)).

#### 5.2.4.1 Taxa de desconto

Segundo Martins (2001) “O fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento”, este traz o valor presente de benefícios futuros esperados, a uma taxa de desconto apropriada.

A escolha da taxa de desconto está intimamente ligada ao fluxo de caixa escolhido. Para obtenção do valor da empresa através do fluxo de caixa livre adota-se o custo médio ponderado de capital – WACC (*weighted average cost of capital*). Na escolha da metodologia do fluxo de caixa para os acionistas opta-se por utilizar uma taxa de desconto baseado no modelo de precificação de ativos – CAPM (*capital*

asset pricing model), em que neste calcular-se-á a taxa de desconto segundo o custo do capital próprio (Fernandez (2005) e Silva (2007)).

Para a KPMG (2012) o cálculo da taxa de desconto é uma etapa fundamental do estudo. Este fator reflete aspectos de natureza subjetiva e variável, que mudam de investidor para investidor, tais como o custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento.

O fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de um empreendimento, uma vez que traz o valor presente de benefícios futuros esperados a uma taxa de desconto apropriada e retrata a realidade do ambiente econômico no qual a empresa se encontra inserida (BRIGHAM et al 2001; MARTINS, 2001; ASSAF NETO, 2003).

#### 5.2.4.1.1 Custo do Capital Próprio

Para a BDO (2009) o custo de capital é a taxa de retorno mínima necessária para remuneração do capital ordinário. Pode ser entendido como a taxa que o investidor pode obter em outro investimento de risco semelhante. Para cálculo do retorno esperado pelo capital ordinário da Empresa, utiliza-se com maior frequência o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), calculado por meio de uma equação que demonstra a relação entre o retorno esperado e o beta. Seu princípio consiste em que a taxa de rendimento requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. O CAPM mostra que o retorno esperado depende de três componentes: a) prêmio pelo risco de mercado; b) prêmio pelo risco da ação; e c) prêmio de capital da ação.

Para a KPMG (2012) “o custo do capital próprio pode ser calculado utilizando-se o modelo CAPM (sigla em inglês para Modelo de Precificação de Ativos de Capital)”. Considerando-se que a Empresa encontra-se no Brasil, o custo do capital próprio é calculado de acordo com a seguinte fórmula:



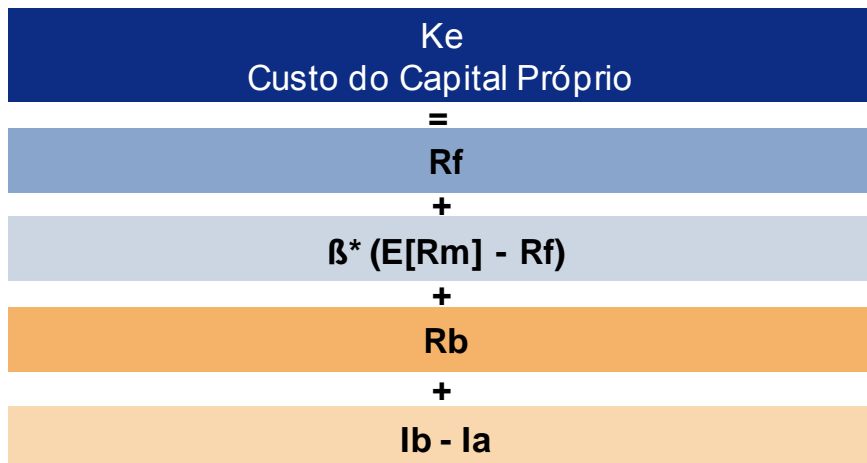


FIGURA 4 – esquema demonstrando fórmula do CAPM

FONTE: KPMG (2012)

Sendo:

$R_f$  = Retorno médio livre de risco

$\beta$  = Beta (coeficiente de risco de mercado da empresa avaliada)

$E[R_m]$  = Retorno médio de longo prazo obtido no mercado acionário norte-americano

$E[R_m] - R_f$  = Prêmio de risco de mercado

$R_b$  = Risco associado ao Brasil

$l_a$  = Inflação de longo prazo nos Estados Unidos

$l_b$  = Inflação de longo prazo no Brasil

Segundo a BDO (2009) o retorno médio livre de risco é representado pelo retorno de um título ou portfólio de títulos que não apresenta risco algum e correlação alguma com os retornos de qualquer outro fator econômico. Copeland *et al* (2006) argumentam que, em termos teóricos, a melhor estimativa para uma taxa livre de risco seria o retorno de um portfólio com beta igual a zero.

De acordo com a KPMG (2012) o Beta é o coeficiente de risco específico da ação de uma empresa em relação a um índice de mercado que represente de maneira adequada o mercado acionário como um todo. No caso de avaliação de empresas cujas ações sejam listadas e tenham negociação expressiva em bolsas de valores desenvolvidas, o Beta da ação pode ser calculado pela correlação dos seus retornos semanais com relação ao índice de mercado selecionado durante os dois anos anteriores à data-base da avaliação. No caso das ações da empresa não

serem listadas em bolsa, considera-se que o Beta da empresa pode ser adequadamente representado pelo Beta médio de um grupo de empresas do seu setor de atuação em um mercado desenvolvido. Calcula-se, então, o Beta médio do setor das empresas avaliadas com base na média das correlações dos retornos das empresas desse setor em relação aos retornos do índice de mercado.

Para Martelanc (2010) o prêmio de risco de mercado é a diferença entre o retorno médio do mercado acionário e o retorno médio da taxa livre de risco em um período de análise. Basicamente representa o ganho que um investidor quer obter em investimentos de risco superior à taxa livre de risco.

Damodaran (2006) indica que a medida de risco do país é baseada na diferença dos bônus corporativos de empresas norte-americanas de mesmo risco do país da empresa em análise (ambos divulgados por agências classificadoras de risco). Entretanto, a medida de risco do país é apenas um passo na determinação do prêmio de risco do país. Sendo válida a suposição de que o prêmio de risco do país deve ser maior que o risco de sua dívida, tal prêmio deve ser calculado como a multiplicação entre a medida de risco do país e a relação entre o desvio padrão anualizado do índice de ações do país e o desvio padrão anualizado do bônus corporativo desse mesmo país.

#### 5.2.4.1.2 Custo Médio Ponderado do Capital

De acordo com a BDO (2009) o custo médio ponderado do capital representa o valor do dinheiro no tempo, utilizado para converter os fluxos de caixa futuros a valor presente. É o retorno exigido sobre seu capital investido para que a empresa atinja o equilíbrio no investimento efetuado. A taxa apropriada de desconto a ser utilizada é a taxa mínima de retorno esperada que uma empresa ou investimento precisa oferecer para ser atraente. A taxa de desconto do custo médio ponderado de capital (WACC) é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o de terceiros.

Segundo a KPMG (2012) o WACC considera os diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades, incluindo dívida e capital próprio, e é calculado de acordo com a seguinte fórmula:

<b>WACC</b> Custo Médio Ponderado de Capital		
=		
$D/(D+E)$	<b>X</b>	$K_d * (1-t)$
+		
$E/(D+E)$	<b>X</b>	$K_e$

FIGURA 5 – esquema representando componentes e fórmula WACC

FONTE: KPMG (2012)

Sendo:

D	=	Total do capital de terceiros
E	=	Total do capital próprio
t	=	Alíquota de imposto de renda e contribuição social
K <sub>d</sub>	=	Custo do capital de terceiros
K <sub>e</sub>	=	Custo do capital próprio

### 5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Oliveira (2006, p.16):

[...] Governança Corporativa é o conjunto de práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas – com seus negócios, produtos e serviços – ao proteger, de maneira equitativa, todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governo - ,

facilitando o acesso às informações básicas e melhorando o modelo de gestão.

Ainda citando Oliveira (2006, p.21) este ressalta as finalidades para a introdução da Governança Corporativa nas empresas, dentre elas:

- Maior proteção do patrimônio;
- Maior atratividade e valor da empresa, devidamente sustentada pela transparência de informações;
- Equidade no tratamento dos acionistas;
- Otimizada prestação de contas; e
- Respeito às leis.

E relata como principais benefícios proporcionar toda a sustentação para fortes e diferenciadas vantagens competitivas.

Portanto, a inclusão de medidas de Governança Corporativa, é uma implantação de um plano estratégico.

Para Mintzberg *et al* (2006, p.137):

“A avaliação da Governança Corporativa pode ser efetuada pela aplicação de um conjunto estruturado de indicadores de desempenho, principalmente porque esse procedimento consolida um processo sistemático, evolutivo e acumulativo de avaliação de toda a empresa.”

Ainda segundo Mintzberg *et al* (2006) o autor cita 67 indicadores unindo a métodos da Fundação Nacional de Qualidade e do Balance Scorecard, que tem abordagens de mercado como:

- Satisfação do cliente;
- Fidelidade;
- Participação de mercado;
- Imagem; e
- Valor dos produtos.

Na abordagem financeira são os básicos:

- Rentabilidade;
- EVA;

- Índices de liquidez;
- Crescimento da receita; e etc.

Em perspectiva de processos envolve produtividade, eficiência, etc.

Tem perspectivas de aprendizado e inovação, de pessoas, e de responsabilidade social.

## 5.4 AVALIAÇÃO DA ESTRATÉGIA

Para Mintzberg *et al* (2006, p.137):

“A avaliação da Governança Corporativa pode ser efetuada pela aplicação de um conjunto estruturado de indicadores de desempenho, principalmente porque esse procedimento consolida um processo sistemático, evolutivo e acumulativo de avaliação de toda a empresa.”

Ainda segundo Mintzberg *et al* (2006) o autor cita 67 indicadores unindo a métodos da Fundação Nacional de Qualidade e do Balance Scorecard, que tem abordagens de mercado como:

- Satisfação do cliente;
- Fidelidade;
- Participação de mercado;
- Imagem; e
- Valor dos produtos.

Na abordagem financeira são os básicos:

- Rentabilidade;
- EVA;
- Índices de liquidez;
- Crescimento da receita e etc.

Em perspectiva de processos envolve produtividade, eficiência, etc.

Tem perspectivas de aprendizado e inovação, de pessoas, e de responsabilidade social.

Segundo Rumelt (1980) citado por Mintzberg et al (2006, p.84) para muitos executivos, a avaliação da estratégia é simplesmente uma avaliação de desempenho da empresa, do crescimento, do lucro. Mas os fatores críticos que determinam a qualidade dos resultados atuais nem sempre são diretamente observáveis ou simples de mensurar e que, quando oportunidades ou ameaças afetarem diretamente os resultados operacionais, poderá ser tarde demais para uma resposta eficaz. Avaliação da estratégia é uma tentativa de olhar para além dos fatos óbvios relacionados à saúde de uma empresa no curto prazo.

Para Barney e Hesterly (2007, p.5): para avaliação da estratégia usa-se medidas contábeis (indicadores comparáveis ao mercado) mas que isoladamente dizem muito pouco, pois refletem um instante no tempo. Só indicam o passado.

De acordo com Oliveira (2006, p.17): “O desempenho da empresa é o resultado quantificado e analisado com base em critérios e parâmetros anteriormente estabelecidos, os quais permitem a tomada de decisões para orientar e otimizar os resultados gerais e específicos da empresa.”

O valor da empresa reflete todos os pontos supracitados, pois o gerenciamento adequado, o bom posicionamento, a boa estrutura de custos, entre outras medidas de gestão, promovem a criação de valor.

## **6 METODOLOGIA**

Segundo Santos (2003, p.171):

[...] a pesquisa pode ser exploratória, descritiva e explicativa. A pesquisa exploratória se caracteriza pela existência de poucos dados disponíveis. Objetiva aprofundar e aperfeiçoar idéias e a construção de hipóteses, ou seja, elaboração de respostas antecipadas. Seu planejamento é relativamente simples e objetivo. Na pesquisa descritiva é feita a descrição das características de uma determinada população, estudo descritivo de

determinado fenômeno com suas variáveis. Já a pesquisa explicativa estuda fatores que determinam a ocorrência de determinados fenômenos. Visa aprofundar o saber sobre a realidade.

Ainda segundo Santos (2003) no que tange a classificação dos procedimentos utilizados pelo pesquisador podem ser eles:

- Pesquisa bibliográfica: feita com base em documentos já elaborados.
- Pesquisa documental: feita com base em documentos que ainda não receberam tratamento de análise e síntese.
- Pesquisa experimental ou de laboratório: feita através de observações.
- Pesquisa levantamento: feita através de estudos interrogando-se indivíduos.
- Pesquisa estudo de caso: é a análise com profundidade de um determinado objeto de estudo.
- Pesquisa de simulação: onde o pesquisador faz simulações com o objeto da pesquisa para verificar e comprovar as ações.

Para este estudo a abordagem será com métodos quantitativos e qualitativos, com objetivo exploratório e descritivo e com procedimentos por pesquisa documental e bibliográfica. Serão utilizados as demonstrações financeiras e outros documentos divulgados na CVM e outros meios de circulação para cálculo da avaliação econômico financeira, em diferentes períodos, através da metodologia mais usual de mercado, o Fluxo de Caixa Descontado.

## **7 ANÁLISES E RESULTADOS**

Antes de serem apresentados os resultados obtidos nos cálculos de valoração econômico-financeira das empresas integrantes da pesquisa, algumas informações, premissas e limitações devem ser ressaltadas.

Inicialmente, a intenção deste estudo era utilizar uma amostra significativa de empresas com dados divulgados antes e após a abertura de capital, determinando como ano de abertura a 2010, coletando as demonstrações



financeiras e demais informações no primeiro ano imediatamente anterior e no posterior (2009 e 2011, respectivamente). Portanto, no estudo apresenta-se dois momentos de análise, o primeiro com data base em 31 de dezembro de 2009, com os dados históricos do exercício imediatamente anterior, e o segundo momento com data base em 31 de dezembro de 2011, também com os dados históricos do ano imediatamente anterior. Em contrapartida, para melhor análise e comparabilidade tentava-se obter dados de empresas, em mesmos períodos, que permaneceram com capital fechado. Pela dificuldade em obtenção de informações suficientes deste último caso, optou-se por limitar o estudo à comparação entre uma empresa que teve seu capital aberto em 2010, com os dados divulgados na CVM e outra empresa de mesmo segmento, que manteve seu capital fechado, mas que disponibilizasse suas informações em caráter suficientes para este estudo (Demonstrações financeiras e relatórios de administração dos anos de 2009, 2010 e 2011). O segmento de mercado de atuação de ambas as empresas utilizadas para este estudo é o de construção e administração de Shopping Centers e pela confidencialidade dos dados cedidos pela empresa de capital fechado, optou-se em denominar a empresa de capital fechado de Empresa B e a empresa que teve seu capital aberto de Empresa A.

A utilização de empresas de mesmo segmento possibilita a redução de impactos macroeconômicos de setores diferentes nas empresas avaliadas, distorcendo. Também visando obter esse mesmo efeito, utilizou-se algumas premissas macroeconômicas, disponíveis em estudos de mercado divulgados, para ambas as empresas, salvo os períodos respectivos.

Variáveis macroeconômicas	Projeções				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PIB Brasileiro (estimado em termos nominais)</b>	<b>10,43%</b>	<b>9,27%</b>	<b>9,01%</b>	<b>9,14%</b>	<b>9,00%</b>
PIB	5,36%	4,43%	4,38%	4,53%	4,50%
Inflação Brasileira (IPCA)	4,81%	4,63%	4,44%	4,41%	4,31%

(Fonte: Banco Central do Brasil - 31/Maio/2010)

QUADRO 1 – projeções macroeconômicas em 2009. FONTE: Adaptado de BDO (2009).

Variáveis macroeconômicas	Projeções				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PIB Brasileiro (estimado em termos nominais)</b>	<b>14,54%</b>	<b>9,60%</b>	<b>9,11%</b>	<b>9,43%</b>	<b>9,43%</b>
PIB	8,40%	4,47%	4,39%	4,76%	4,76%
Inflação Brasileira (IPCA)	5,66%	4,91%	4,52%	4,46%	4,46%

(Fonte: Banco Central do Brasil - 05/janeiro/2012)

QUADRO 2 – projeções macroeconômicas em 2012. FONTE: Adaptado de KPMG (2012).

O primeiro passo no estudo foi a captação dos dados, tabulação e inserção nas planilhas para início da modelagem de valor econômico financeiro.

A seguir, serão apresentadas as empresas separadamente, com as premissas utilizadas e os quadros das projeções de cada.

## 7.1 DADOS HISTÓRICOS

Foram mantidos a estrutura e nomes das contas das demonstrações financeiras divulgados no relatório de administração e parecer dos auditores independentes. Utilizou-se também as informações do ano anterior para análise de alteração das estruturas e saldos.

### 7.1.1 Empresa A – Ano base 2009

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa A		
Balanço Patrimonial		
Data-base: 31 de dezembro de 2009		
R\$ mil		
Balanço Patrimonial	Histórico	
	2008	2009
<b>Ativo Circulante</b>	<b>63.317</b>	<b>127.979</b>
Caixa	8.780	9.427
Bancos		
Aplicações Financeiras	26.832	47.844
Duplicatas a receber	22.331	32.244
Adiantamentos a funcionário	457	1.848
Valores a recuperar	4.111	3.467
Estoques		
Outros	806	33.149
<b>Ativo realizável a longo prazo</b>	<b>229.695</b>	<b>174.103</b>
Depósitos judiciais	411	432
Impostos a recuperar	-	4.196
TVM	196.849	145.506
Partes relacionadas	30.743	18.699
Outros	1.692	5.270
<b>Ativo não circulante</b>	<b>918.356</b>	<b>1.175.181</b>
Investimentos	58.797	173
Imobilizado	859.559	1.175.008
Bens móveis	919.068	1.253.730
Depreciações e amortizações	(59.509)	(78.722)
<b>Total do ativo</b>	<b>1.211.368</b>	<b>1.477.263</b>

Balanço Patrimonial	Histórico	
	2008	2009
<b>Passivo Circulante</b>	<b>136.713</b>	<b>125.618</b>
Fornecedores	9.331	21.117
Empréstimos	104.973	46.993
Obrigações a curto prazo	22.409	57.508
<b>Passivo não circulante</b>	<b>457.537</b>	<b>782.835</b>
Empréstimos	274.220	521.847
Obrigações a longo prazo	183.317	260.988
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>617.118</b>	<b>568.810</b>
Capital	552.080	466.342
Reservas	72.443	102.468
Lucros/ prejuízos acumulados	(7.405)	-
<b>Total do passivo</b>	<b>1.211.368</b>	<b>1.477.263</b>

QUADRO 3 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Balanço Patrimonial.

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa A		
DRE		
Data-base: 31 de dezembro de 2009		
R\$ mil		
DRE	Histórico	
	2008	2009
<b>Receita Líquida</b>	<b>106.280</b>	<b>140.068</b>
Custos e despesas operacionais	-49.766	-53.551
		-11%
<b>EBITDA</b>	<b>56.514</b>	<b>86.517</b>
Depreciação/ amortização	(22.768)	(18.632)
<b>EBIT</b>	<b>33.746</b>	<b>67.885</b>
Resultado não operacional	(39037)	(8769)
<b>EBT</b>	<b>(5.291)</b>	<b>59.116</b>
IR e CS	(7.422)	(12.593)
<b>Lucro líquido</b>	<b>(12.713)</b>	<b>46.523</b>

QUADRO 4 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Demonstração do Resultado do Exercício.

## 7.1.2 Empresa A – Ano base 2011

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa A		
Balanço Patrimonial		
Data-base: 31 de dezembro de 2011		
R\$ mil		
Balanço Patrimonial	Histórico	
	2010	2011
<b>Ativo Circulante</b>	<b>354.816</b>	<b>339.854</b>
Caixa	17.709	8.631
Bancos		
Aplicações Financeiras	288.077	256.004
Duplicatas a receber	39.249	42.581
Adiantamentos a funcionário		
Valores a recuperar	8.272	19.682
Estoques		
Outros	1.509	12.956
<b>Ativo realizável a longo prazo</b>	<b>375.904</b>	<b>449.012</b>
Depósitos judiciais		
Impostos a recuperar		
TVM		
Partes relacionadas		
Outros	375.904	449.012
<b>Ativo não circulante</b>	<b>1.444.853</b>	<b>1.606.095</b>
Investimentos	172	172
Imobilizado	1.444.681	1.605.923
Bens móveis	1.529.756	1.712.886
Depreciações e amortizações	(85.075)	(106.963)
<b>Total do ativo</b>	<b>2.175.573</b>	<b>2.394.961</b>

Balanço Patrimonial	Histórico	
	2010	2011
<b>Passivo Circulante</b>	<b>118.801</b>	<b>124.931</b>
Fornecedores	11.049	9.743
Empréstimos	76.508	61.826
Obrigações a curto prazo	31.244	53.362
<b>Passivo não circulante</b>	<b>890.872</b>	<b>983.750</b>
Empréstimos	548.764	673.089
Obrigações a longo prazo	342.108	310.661
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.165.900</b>	<b>1.286.280</b>
Capital	916.342	916.342
Reservas	184.683	232.804
Lucros/ prejuízos acumulados	64.875	137.134
<b>Total do passivo</b>	<b>2.175.573</b>	<b>2.394.961</b>

## QUADRO 5 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Balanço Patrimonial.

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa A		
Projeção da DRE		
Data-base: 31 de dezembro de 2011		
R\$ mil		
Projeção da DRE	Histórico	
	2010	2011
<b>Receita Líquida</b>	<b>192.040</b>	<b>253.545</b>
Custos e despesas operacionais	-75.968	-83.703
		19%
<b>EBITDA</b>	<b>116.072</b>	<b>169.842</b>
Depreciação/ amortização	(21.395)	(26.590)
<b>EBIT</b>	<b>94.677</b>	<b>143.252</b>
Resultado não operacional	(20465)	(19036)
<b>EBT</b>	<b>74.212</b>	<b>124.216</b>
IR e CS	(22.841)	(29.804)
<b>Lucro líquido</b>	<b>51.371</b>	<b>94.412</b>

## QUADRO 6 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Demonstração do Resultado do Exercício.

## 7.1.3 Empresa B – Ano base 2009

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa B		
Balanco Patrimonial		
Data-base: 31 de dezembro de 2009		
R\$ mil		
Balanco Patrimonial	Histórico	
	2008	2009
<b>Ativo Circulante</b>	<b>10.920</b>	<b>29.159</b>
Caixa	265	6.690
Bancos		
Aplicações Financeiras		
Duplicatas a receber	7.948	7.956
Despesas antecipadas	14	50
Valores a recuperar	249	270
Estoques		
Outros	2.444	14.193
<b>Ativo realizável a longo prazo</b>	<b>5.895</b>	<b>10.169</b>
Depósitos judiciais		
Impostos a recuperar	932	4.233
TVM		
Partes relacionadas	530	
Outros	4.433	5.936
<b>Ativo não circulante</b>	<b>365.357</b>	<b>434.355</b>
Investimentos	335.514	403.971
Imobilizado	29.843	30.384
Bens móveis	32.271	32.954
Depreciações e amortizações	(2.428)	(2.570)
<b>Total do ativo</b>	<b>382.172</b>	<b>473.683</b>

Balanco Patrimonial	Histórico	
	2008	2009
<b>Passivo Circulante</b>	<b>20.356</b>	<b>27.781</b>
Fornecedores	713	4.174
Empréstimos	13.133	11.297
Obrigações a curto prazo	6.510	12.310
<b>Passivo não circulante</b>	<b>127.521</b>	<b>233.638</b>
Empréstimos	36.542	127.626
Obrigações a longo prazo	90.979	106.012
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>234.295</b>	<b>212.264</b>
Capital	25.534	25.526
Reservas	215.464	192.354
Lucros/ prejuizos acumulados	(6.703)	(5.616)
<b>Total do passivo</b>	<b>382.172</b>	<b>473.683</b>

QUADRO 7 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Balanco Patrimonial.

Projeto Monografia		
Avaliação econômico-financeira - Empresa B		
Projeção da DRE		
Data-base: 31 de dezembro de 2009		
R\$ mil		
Projeção da DRE	Histórico	
	2008	2009
<b>Receita Líquida</b>	<b>27.274</b>	<b>34.265</b>
Custos e despesas operacionais	-12.968	-16.292
		26 %
<b>EBITDA</b>	<b>14.306</b>	<b>17.973</b>
Depreciação/ amortização	-395	(496)
<b>EBIT</b>	<b>13.911</b>	<b>17.477</b>
Resultado não operacional	(9762)	(12264)
<b>EBT</b>	<b>4.149</b>	<b>5.213</b>
IR e CS		(849)
<b>Lucro líquido</b>	<b>4.149</b>	<b>4.364</b>

QUADRO 8 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Demonstração do Resultado do Exercício.

## 7.1.4 Empresa B – Ano base 2011

Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Balanco Patrimonial	Histórico	
	2010	2011
<b>Ativo Circulante</b>	<b>35.740</b>	<b>420.487</b>
Caixa	13.768	392.514
Bancos		
Aplicações Financeiras		
Duplicatas a receber	10.658	17.790
Adiantamentos a funcionário	99	47
Valores a recuperar	1.532	1.932
Estoques		
Outros	9.683	8.204
<b>Ativo realizável a longo prazo</b>	<b>13.094</b>	<b>15.444</b>
Depósitos judiciais		
Impostos a recuperar	4.946	6.982
TVM		
Partes relacionadas	99	222
Outros	8.049	8.240
<b>Ativo não circulante</b>	<b>450.101</b>	<b>678.224</b>
Investimentos	412.713	668.055
Imobilizado	37.388	10.169
Bens móveis	39.930	10.169
Depreciações e amortizações	(3.114)	
<b>Total do ativo</b>	<b>498.935</b>	<b>1.114.155</b>

Balanco Patrimonial	Histórico	
	2010	2011
<b>Passivo Circulante</b>	<b>20.797</b>	<b>65.354</b>
Fornecedores	7.389	20.019
Empréstimos	9.169	32.699
Obrigações a curto prazo	4.239	12.636
<b>Passivo não circulante</b>	<b>274.850</b>	<b>482.067</b>
Empréstimos	169.886	378.447
Obrigações a longo prazo	104.964	103.620
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>203.288</b>	<b>566.734</b>
Capital	25.524	424.491
Reservas	190.979	168.762
Lucros/ prejuizos acumulados	(13.215)	(26.519)
<b>Total do passivo</b>	<b>498.935</b>	<b>1.114.155</b>

## QUADRO 9 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Balanço Patrimonial.

Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Projeção da DRE	Histórico	
	2010	2011
<b>Receita Líquida</b>	<b>21.589</b>	<b>55.775</b>
Custos e despesas operacionais	-7.683	-38.798
		487%
<b>EBITDA</b>	<b>13.906</b>	<b>16.977</b>
<i>EBITDA margem</i>	<i>64,4%</i>	<i>30,4%</i>
Depreciação/ amortização	(1.882)	(2.871)
<b>EBIT</b>	<b>12.024</b>	<b>14.106</b>
Resultado não operacional	(19273)	(21960)
<b>EBT</b>	<b>(7.249)</b>	<b>(7.854)</b>
IR e CS	(665)	(9.267)
<b>Lucro líquido</b>	<b>(7.914)</b>	<b>(17.121)</b>

## QUADRO 11 – Demonstrações Financeiras históricas – Empresa A – Balanço Patrimonial.

## 7.2 PREMISSAS E PROJEÇÕES

Na utilização das premissas que sustentam as projeções, devido à ausência de informações mais detalhadas dos aspectos operacionais das empresas avaliadas e dos planos de negócios e/ou planejamentos estratégicos, utilizou-se raciais simples para ambas as empresas.

Para as projeções das receitas em ambos os cenários para ambas as empresas foi considerado o valor anual de receita na data base (31 de dezembro de 2009 ou 31 de dezembro de 2011) e correlacionado com o PIB nominal Brasil, que contempla crescimento real (volume) e nominal (inflação). Essa correlação atrela que as receitas projetadas vão crescer no mínimo igual ao crescimento econômico do país.

Para o cálculo das projeções de deduções e impostos indiretos incidentes sobre a receita foi utilizado a relação percentual desta conta com a receita bruta do ano base.

Os custos projetados foram calculados também com base na relação percentual do ano base sobre a receita operacional líquida. Utilizar esse tipo de relação estima a manutenção da estrutura de custos. As despesas forma projetadas com o cálculo da elasticidade dessa conta em relação à receita operacional líquida. A idéia que se tem das despesas operacionais em geral, principalmente as administrativas, é que não existe uma relação diretamente proporcional à variação de receita, com leve tendência a permanecerem fixas, mas que com o crescimento da receita, a estrutura administrativa tem algum incremento que ao longo do tempo proporciona ganho de escala.

Para a depreciação foi considerado a taxa média de depreciação do ano base sobre o total do ativo imobilizado bruto. Também foi considerado o reinvestimento do valor da depreciação, de modo a suportar a operação atual perpetuamente.

Não foram projetadas as despesas e receitas financeiras assim como outras receitas e despesas operacionais.

Para a linha de tributação direta, foram utilizadas as alíquotas de empresas tributadas pelo regime de lucro real.

Para o cálculo do capital de giro foram consideradas todas as performances das contas circulantes operacionais das empresas avaliadas do ano da data base, atreladas à receita líquida ou aos custos dependendo de sua natureza.

Na perpetuidade consideramos o último fluxo projetado da empresa, com crescimento da inflação.

## 7.2.1 Empresa A

Data-base: 31 de dezembro de 2009  
R\$ mil

Projeção da DRE	Histórico		Projeções				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Receita Líquida</b>	<b>106.280</b>	<b>140.068</b>	<b>154.674</b>	<b>169.005</b>	<b>184.240</b>	<b>201.079</b>	<b>219.184</b>
Custos e despesas operacionais	-49.766	-53.551 -11%	-56.359	-59.114	-62.045	-65.284	-68.768
<b>EBITDA</b>	<b>56.514</b>	<b>86.517</b>	<b>98.315</b>	<b>109.890</b>	<b>122.195</b>	<b>135.795</b>	<b>150.416</b>
Depreciação/ amortização	(22.768)	(18.632)	(18.909)	(19.186)	(19.463)	(19.740)	(20.016)
<b>EBIT</b>	<b>33.746</b>	<b>67.885</b>	<b>79.406</b>	<b>90.705</b>	<b>102.732</b>	<b>116.055</b>	<b>130.399</b>
Resultado não operacional	(3.9037)	(8769)	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>(5.291)</b>	<b>59.116</b>	<b>79.406</b>	<b>90.705</b>	<b>102.732</b>	<b>116.055</b>	<b>130.399</b>
IR e CS	(7.422)	(12.593)	(26.998)	(39.591)	(34.929)	(39.459)	(44.336)
<b>Lucro líquido</b>	<b>(12.713)</b>	<b>46.523</b>	<b>52.408</b>	<b>51.113</b>	<b>67.803</b>	<b>76.596</b>	<b>86.064</b>

### QUADRO 12 – Demonstrações Financeiras projetadas – Empresa A.

Data-base: 31 de dezembro de 2009  
R\$ mil

Fluxo de caixa operacional livre (FCOL)	Projeções				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Lucro líquido</b>	<b>52.408</b>	<b>51.113</b>	<b>67.803</b>	<b>76.596</b>	<b>86.064</b>
(+) Depreciação	18.909	19.186	19.463	19.740	20.016
(-) Capex	(18.909)	(19.186)	(19.463)	(19.740)	(20.016)
(+/-) Δ Capital de giro	3.108	(1.116)	(1.051)	(1.161)	(1.248)
<b>Fluxo de caixa operacional livre</b>	<b>55.516</b>	<b>49.997</b>	<b>66.752</b>	<b>75.435</b>	<b>84.815</b>

### QUADRO 13 – Fluxo de caixa livre projetado – Empresa A.



Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Projeção da DRE	Histórico		Projeções				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Receita Líquida</b>	<b>192.040</b>	<b>253.545</b>	<b>160.428</b>	<b>175.828</b>	<b>191.843</b>	<b>209.938</b>	<b>229.740</b>
Custos e despesas operacionais	-75.968	-83.703 19%	-66.839	-69.654	-72.581	-75.885	-79.499
<b>EBITDA</b>	<b>116.072</b>	<b>169.842</b>	<b>93.589</b>	<b>106.173</b>	<b>119.262</b>	<b>134.053</b>	<b>150.241</b>
Depreciação/ amortização	(21.395)	(26.590)	(27.003)	(27.416)	(27.828)	(28.241)	(28.654)
<b>EBIT</b>	<b>94.677</b>	<b>143.252</b>	<b>66.586</b>	<b>78.758</b>	<b>91.434</b>	<b>105.812</b>	<b>121.587</b>
Resultado não operacional	(20465)	(19036)	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>74.212</b>	<b>124.216</b>	<b>66.586</b>	<b>78.758</b>	<b>91.434</b>	<b>105.812</b>	<b>121.587</b>
IR e CS	(22.841)	(29.804)	(22.639)	(52.443)	(31.087)	(35.976)	(41.339)
<b>Lucro líquido</b>	<b>51.371</b>	<b>94.412</b>	<b>43.947</b>	<b>26.314</b>	<b>60.346</b>	<b>69.836</b>	<b>80.247</b>

QUADRO 14 – Demonstrações Financeiras projetadas – Empresa A.

Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Fluxo de caixa operacional livre (FCOL)	Projeções				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Lucro líquido</b>	<b>43.947</b>	<b>26.314</b>	<b>60.346</b>	<b>69.836</b>	<b>80.247</b>
(+) Depreciação	27.003	27.416	27.828	28.241	28.654
(-) Capex	(27.003)	(27.416)	(27.828)	(28.241)	(28.654)
(+/-) Δ Capital de giro	22.441	17.649	(1.135)	(1.283)	(1.405)
<b>Fluxo de caixa operacional livre</b>	<b>66.388</b>	<b>43.963</b>	<b>59.211</b>	<b>68.552</b>	<b>78.842</b>

QUADRO 15 – Fluxo de caixa livre projetado – Empresa A.

## 7.2.2 Empresa B

Data-base: 31 de dezembro de 2009  
R\$ mil

Projeção da DRE	Histórico		Projeções				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Receita Líquida</b>	<b>27.274</b>	<b>34.265</b>	<b>37.838</b>	<b>41.344</b>	<b>45.071</b>	<b>49.190</b>	<b>53.619</b>
Custos e despesas operacionais	-12.968	-16.292 26 %	-16.926	-17.548	-18.208	-18.936	-19.719
<b>EBITDA</b>	<b>14.306</b>	<b>17.973</b>	<b>20.912</b>	<b>23.796</b>	<b>26.863</b>	<b>30.254</b>	<b>33.900</b>
Depreciação/ amortização	-395	(496)	(503)	(511)	(518)	(526)	(533)
<b>EBIT</b>	<b>13.911</b>	<b>17.477</b>	<b>20.408</b>	<b>23.285</b>	<b>26.345</b>	<b>29.728</b>	<b>33.367</b>
Resultado não operacional	(9762)	(12264)	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>4.149</b>	<b>5.213</b>	<b>20.408</b>	<b>23.285</b>	<b>26.345</b>	<b>29.728</b>	<b>33.367</b>
IR e CS		(849)	(6.939)	(7.788)	(8.957)	(10.108)	(11.345)
<b>Lucro líquido</b>	<b>4.149</b>	<b>4.364</b>	<b>13.469</b>	<b>15.497</b>	<b>17.387</b>	<b>19.620</b>	<b>22.022</b>

QUADRO 16 – Demonstrações Financeiras projetadas – Empresa B.

Data-base: 31 de dezembro de 2009  
R\$ mil

Fluxo de caixa operacional livre (FCOL)	Projeções				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Lucro líquido</b>	<b>13.469</b>	<b>15.497</b>	<b>17.387</b>	<b>19.620</b>	<b>22.022</b>
(+) Depreciação	503	511	518	526	533
(-) Capex	(503)	(511)	(518)	(526)	(533)
(+/-) Δ Capital de giro	(2.196)	6.182	(638)	(705)	(759)
<b>Fluxo de caixa operacional livre</b>	<b>11.273</b>	<b>21.679</b>	<b>16.749</b>	<b>18.915</b>	<b>21.264</b>

QUADRO 17 – Fluxo de caixa livre projetado – Empresa B.

Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Projeção da DRE	Histórico		Projeções				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Receita Líquida</b>	<b>21.589</b>	<b>55.775</b>	<b>63.882</b>	<b>70.014</b>	<b>76.392</b>	<b>83.597</b>	<b>91.482</b>
Custos e despesas operacionais	-7.683	-38.798 487%	-41.028	-42.705	-44.442	-46.399	-48.534
<b>EBITDA</b>	<b>13.906</b>	<b>16.977</b>	<b>22.854</b>	<b>27.310</b>	<b>31.949</b>	<b>37.198</b>	<b>42.948</b>
<i>EBITDA margem</i>	<i>64,4%</i>	<i>30,4%</i>	<i>35,8%</i>	<i>39,0%</i>	<i>41,8%</i>	<i>44,5%</i>	<i>46,9%</i>
Depreciação/ amortização	(1.882)	(2.871)	(3.682)	(4.492)	(5.303)	(5.742)	(5.742)
<b>EBIT</b>	<b>12.024</b>	<b>14.106</b>	<b>19.172</b>	<b>22.817</b>	<b>26.647</b>	<b>31.456</b>	<b>37.206</b>
Resultado não operacional	(19273)	(21960)	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>(7.249)</b>	<b>(7.854)</b>	<b>19.172</b>	<b>22.817</b>	<b>26.647</b>	<b>31.456</b>	<b>37.206</b>
IR e CS	(665)	(9.267)	(6.519)	(15.786)	(9.060)	(10.695)	(12.650)
<b>Lucro líquido</b>	<b>(7.914)</b>	<b>(17.121)</b>	<b>12.654</b>	<b>7.032</b>	<b>17.587</b>	<b>20.761</b>	<b>24.556</b>

QUADRO 18 – Demonstrações Financeiras projetadas – Empresa B.

Data-base: 31 de dezembro de 2011  
R\$ mil

Fluxo de caixa operacional livre (FCOL)	Projeções				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Lucro líquido</b>	<b>12.654</b>	<b>7.032</b>	<b>17.587</b>	<b>20.761</b>	<b>24.556</b>
(+) Depreciação	3.682	4.492	5.303	5.742	5.742
(-) Capex	(3.682)	(4.492)	(5.303)	(5.742)	(5.742)
(+/-) Δ Capital de giro	(161.867)	183.407	(19.184)	(21.677)	(23.724)
<b>Fluxo de caixa operacional livre</b>	<b>(149.213)</b>	<b>190.439</b>	<b>(1.597)</b>	<b>(916)</b>	<b>832</b>

QUADRO 19 – Fluxo de caixa livre projetado – Empresa B.

### 7.3 TAXA DE DESCONTO

Para quantificar o retorno médio livre de risco foi considerado o retorno médio dos últimos vinte e quatro meses anteriores a data-base da aquisição, dos títulos de renda fixa do Tesouro Norte Americano (T-Bond) de 30 anos, sendo o valor utilizado de 4,175% (BDO, 2009) para a data base de 2009 e de 3,867% para a data base de 2011(KPMG, 2012).

O Beta é o coeficiente de risco específico da ação de uma empresa em relação a um índice de mercado que represente de maneira adequada o mercado acionário como um todo. No caso de avaliação de empresas cujas ações sejam listadas e tenham negociação expressiva em bolsas de valores desenvolvidas, o Beta da ação pode ser calculado pela correlação dos seus retornos semanais com relação ao índice de mercado selecionado durante os dois anos anteriores à data-base da avaliação. No caso das ações da empresa não serem listadas em bolsa, considera-se que o Beta da empresa pode ser adequadamente representado pelo Beta médio de um grupo de empresas do seu setor de atuação em um mercado desenvolvido. Calcula-se então o Beta médio do setor das empresas avaliadas com base na média das correlações dos retornos das empresas desse setor em relação aos retornos do índice de mercado. No caso deste estudo, para o cálculo do Beta, foi utilizado o Beta obtido do site do professor da Universidade de Nova Iorque, especialista em avaliações, Sr. Aswath Damodaran (Damodaran, 2011). Foi utilizado o Beta do setor de REIT (Real Estate Investment Trust), com base em uma amostra de 143 empresas norte-americanas. A partir do Beta ( $\beta$ ) obtido e da estrutura de capital do setor, o efeito dos impostos é excluído obtendo-se o Beta desalavancado. Este Beta foi então re-alavancado de acordo com a estrutura de capital média do setor e com base na alíquota do imposto de renda e contribuição social vigente no Brasil (25% de IR e 9% de CSSL). O valor utilizado foi de 1,12 em 2009 e 1,34 em 2011.

Para o prêmio de risco do mercado acionário de longo prazo, foi adotado o retorno médio acima da taxa do Treasury Bond proporcionado pelo investimento no mercado acionário norte-americano no período de 1928 a 2011, que foi de 4,31% para a data base de 2009 e de 4,10% em 2011 (Damodaran, 2011).

Para quantificar o risco associado ao Brasil, foi considerado o diferencial médio dos últimos doze meses anteriores a data base de cada aquisição, da taxa de rendimento do título brasileiro Global - Bond 27 em relação à taxa de rendimento do T-Bond, sendo de 2,45% em 2009 (BDO, 2009) e 1,01% em 2011 (KPMG, 2012).

Foi considerada a expectativa da inflação anual média de longo prazo no Brasil (Ib) na data de cada aquisição sendo de 4,28% em 2009 (BDO, 2009) e 4,47% em 2011 (KPMG, 2012).

Como base da inflação americana projetada, foi considerada a inflação anual média histórica de longo prazo nos Estados Unidos (la) de 2,04%, conforme a média observada entre 1820 e 2009 (BDO, 2009) e de 2,05% entre 1820 e 2011 (KPMG, 2012).

Para fins do custo de capital de terceiros, considerou-se a um indicador usual de mercado a fim de evitar distorções na taxa pelas facilidades de negociação dos objetos avaliados e em consequência disso uma taxa de captação menor. Usualmente se utiliza uma média do custo de captação histórico de cada empresa. Utilizou a SELIC nas datas bases, adicionada de um spread de 5% e deduzida dos benefícios fiscais brasileiros (34%).

A estrutura de capital adotada foi definida com base na estrutura de capital do mercado no segmento de REIT de 51,55% para o ano base de 2009 e de 25,77% em 2011 (Damodaran, 2011). Assim como no cálculo do custo de capital de terceiros, o uso de estrutura de capital média do segmento visa não adicionar ou subtrair valor do resultado da análise, pela gestão financeira e boa ou má alavancagem da empresa, somente pela sua capacidade operacional de geração de caixa.

<b>Taxa de Desconto</b>		<b>31/12/2009</b>
Taxa livre de risco		4,18 %
Beta realavancado		1,12
Prêmio de risco		4,31 %
Risco Brasil		2,45 %
Inflação dos Estados Unidos		2,04 %
Inflação Brasileira		4,28 %
<b>Custo de capital próprio</b>		<b>13,88 %</b>
Custo do capital de terceiros		18,66 %
Alíquota de IR/CSLL efetiva de longo prazo		34,00 %
<b>Custo de capital de terceiros após impostos -</b>		<b>12,32 %</b>
<b>WACC</b>		
% Capital próprio		48,5 %
% Capital de terceiros		51,5 %
<b>WACC Nominal</b>		<b>13,07 %</b>

QUADRO 20 – Cálculo da taxa de desconto ano base 2009.

Taxa de Desconto		31/12/2011
Taxa livre de risco		3,87%
Beta realavancado		1,34
Prêmio de risco		4,10%
Risco Brasil		1,01%
Inflação dos Estados Unidos		2,05 %
Inflação Brasileira		4,47%
<b>Custo de capital próprio</b>		<b>13,00%</b>
Custo do capital de terceiros		12,90%
Alíquota de IR/CSLL efetiva de longo prazo		34,00%
<b>Custo de capital de terceiros após impostos -</b>		<b>8,51%</b>
WACC		
% Capital próprio		74,2%
% Capital de terceiros		25,8 %
<b>WACC Nominal</b>		<b>11,85%</b>

QUADRO 21 – Cálculo da taxa de desconto ano base 2011.

## 7.4 RESULTADOS

Considerando os fluxos de caixa projetados, para ambas as empresas, com base nas premissas já descritas e nos dois momentos distintos, cenário ano base 2009 e cenário ano base 2001, descontados pelas taxas de desconto calculadas, tanto o período explícito como a perpetuidade, obtêm-se os seguintes resultados:

Empresa A - Em R\$ mil	31/12/2009	31/12/2011	Var %
<b>Valor da Empresa - Enterprise Value</b>	<b>1.255.953</b>	<b>1.356.364</b>	<b>8%</b>

QUADRO 22 – valor da empresa A.

Empresa B - Em R\$ mil	31/12/2009	31/12/2011	Var %
<b>Valor da Empresa - Enterprise Value</b>	<b>307.419</b>	<b>275.293</b>	<b>-10%</b>

QUADRO 23 – valor da empresa B.

## 8 CONCLUSÃO

O ambiente empresarial brasileiro sofreu mudanças profundas nas últimas duas décadas, a abertura do mercado nacional às importações e exportações, as inúmeras privatizações e a estabilidade de preços trouxeram um aumento da competitividade entre as empresas. Nesse ambiente a gestão estratégica eficaz tornou-se foco das atenções para atravessar as turbulências e mesmo obter crescimento e trazer reais vantagens competitivas de longo prazo para as empresas.

A correta utilização de uma estratégia passa a ser um pré-requisito fundamental para que as organizações consigam atingir seus objetivos financeiros. Porém a efetiva mensuração ou análise de desempenho de implantação de uma estratégia pelos métodos usuais não tem se demonstrado eficiente. Os indicadores mais usualmente utilizados, sejam de mercado ou financeiros, não conseguem demonstrar o incremento de valor no negócio e nem sua perenidade, eles simplesmente refletem o retrato da empresa em uma determinada situação ou isolam componentes da empresa que podem ser afetados por variáveis ou elementos inerentes à estratégia. Neste sentido este estudo demonstrou como pode-se analisar o desempenho de uma estratégia utilizando a Valuation como ferramenta de mensuração e comparando com outras de mesmo segmento.

A definição do tipo de estratégia que poderia ser avaliada e comparada foi orientada à abertura de capital das empresas. O fato de ser uma grande estratégia, que altera significativamente todos os processos de gestão da empresa e provavelmente alguns operacionais e de ter a obrigatoriedade de transparência e divulgação de seus dados ao mercado, foram alguns principais quesitos na sua seleção.

Já para que o estudo tivesse realmente alguma importância e uso, a necessidade de comparabilidade com empresas que não abriram seu capital foi essencial. Entretanto, pela não obrigatoriedade da divulgação de informações, a coleta desses dados foi o principal limitador do estudo.

Após a realização da modelagem econômico-financeira, com a tabulação dos dados das demonstrações financeiras, leitura dos pareceres de auditoria e de relatórios da administração, ajustado todos os coeficientes que poderiam distorcer as análises e finalizado o cálculo de ambas as empresas nos dois cenários distintos pode-se concluir que, apesar das empresas estarem em mesmo segmento, com os mesmos impactos macroeconômicos, desconsiderando efeitos das alavancagens financeiras, ambas com grande atuação no mercado, a que teve sua abertura de capital como principal estratégia no ano de 2010 teve melhor desempenho no incremento de valor após a abertura de capital do que a que manteve seu capital fechado

Como outras limitações para o estudo, além da dificuldade de obtenção de dados das empresas de capital fechado, estão o fato da diferença de contabilização de empresas de capital fechado, por vezes não auditadas ou que não padronizadas pelos novos parâmetros contábeis internacionais, o que as vezes distorce muito a análise e se descarta a amostra. A organização de capital fechado não permitir a exposição de dados e informações por considerar de caráter sigiloso ao mercado é outra limitação, com isso o estudo fica levemente comprometido, pois nem todas as informações podem ser reveladas de forma a complementar dados. Outra limitação está no fato da análise ser de apenas um determinado período podendo inclusive servir como trabalho futuro a análise de mais períodos para comparação.

Servindo para trabalhos futuros, além do que já foi citado, pode-se sugerir a realização deste estudo em outro segmento de mercado, preferencialmente mais de um e se possível com maiores amostras. Outro estudo também relevante pode ser o estudo do valor das empresas na preparação para abertura de capital para análise do incremento gradual de valor decorrente dessa estratégia e da mudança dos processos.



## 9 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARNEY, Jay B.; HESTERLY, William S. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BDO. **Relatório de Avaliação Econômico-financeira Banrisul Consórcios**. Curitiba, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cadastro geral**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 27/02/2012 e 02/05/2012.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª edição. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2ª Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

HESSEN, Johannes. **Filosofia dos valores**. 5ª edição. Coimbra: Arménio Amado:1980.

KPMG. **Laudo de Avaliação Econômico-financeira Confidencial**. São Paulo, 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1985.

MINTZBERG, Henry; LAMPEL, Joseph; QUINN, James B.; GHOSHAL, Sumantra. **O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança Corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados**. São Paulo: Atlas, 2006.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Estratégica e Operacional**. São Paulo: Cengage Learning. 2009.

RUMELT, Richard R. **Avaliando a estratégia empresarial Management and Business Policy**. New York: McGraw-Hill, 1980.

SANTOS, José L. dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES, Luciane A. **Avaliação de empresas: foco nos modelos a valores de entrada e de saída**. São Paulo: Atlas, 2006.

SANTOS, Izequias Estevam dos. **Textos selecionados de métodos e técnicas de pesquisa científica**. Rio de Janeiro: Impetus, 2003.

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Gestão de Custos: aplicações operacionais e estratégicas**. São Paulo: Atlas, 2007.

STEWART III, G. Bennett. **Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

FERNADEZ, Pablo (2005). **“120 errores en valoraciones de empresas”**, working paper. Disponível em: <[Http://ssrn.com/abstract=962921](http://ssrn.com/abstract=962921)>. Acesso em: 26 abr. 2012.

MARTELANC, Roy. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010.